

Company Flash

R.Stahl

Company Update: Erhöhung der Gewinnschätzungen

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

30 EUR (29 EUR)

HIGHLIGHTS

- Erstmalige Guidance für 2010
- Übernahme der lokalen Vertretung führt zur Gründung einer eigenen Tochtergesellschaft in Brasilien
- Anhebung der Gewinnschätzungen für 2010 um 15 %, 2011 um 4 % und 2012 um 3 %
- Erhöhung des Kursziels von 29 EUR auf 30 EUR

Erstmalige Guidance für 2010: R. Stahl erwartet für 2010 einen Konzernumsatz zwischen 210 Mio. EUR und 220 Mio. EUR (+4 % bis +9 % yoy) und ein EBT zwischen 14 Mio. EUR und 15 Mio. EUR (+57 % bis +69 % yoy). Dies entspricht einer EBT-Marge zwischen 6,4 % und 7,1 % (2009: 4,4 %). Bereits im ersten Halbjahr wurde, nahezu ohne Umsatzwachstum (H1/10: +1,2 % auf 103,8 Mio. EUR), eine EBT-Marge von 6,4 % erzielt. Eine im zweiten Halbjahr erwartete Umsatzbeschleunigung sollte zu einer weiteren Verbesserung der Marge führen.

Eigene Tochter in Brasilien: Die Übernahme der Aktivitäten und Mitarbeiter der lokalen Repräsentanz in die neu gegründete Tochter erfolgte zum 01.07.2010 zu einem Kaufpreis von 1,2 Mio. EUR zuzüglich einer Earn-out-Komponente von 0,6 Mio. EUR. Das daraus resultierende Absatzvolumen hat zu einer Anpassung unserer Umsatz- und Gewinnschätzungen für 2010 bis 2012 geführt.

Erhöhung der Umsatz- und Gewinnschätzungen: Als Resultat aus dieser Akquisition haben wir unsere Umsatzschätzungen für 2010 um 1,5 Mio. EUR und für 2011 und 2012 jeweils um 3 Mio. EUR erhöht. Unsere Prognose für die EBT-Marge 2010 passen wir von 5,9 % auf 6,7 % an, womit wir uns etwa in der Mitte der Guidance bewegen. Daraus resultiert eine Anhebung für unser Ergebnis je Aktie um 15 % auf 1,65 EUR. Da wir bereits von einer deutlichen Margenverbesserung in den Folgejahren ausgehen, bleiben wir mit unserer Erhöhung um jeweils 0,09 EUR auf 2,40 EUR (2011) und auf 2,84 EUR (2012) vorsichtig.

Empfehlung: Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen das Kursziel von 29 EUR auf 30 EUR.

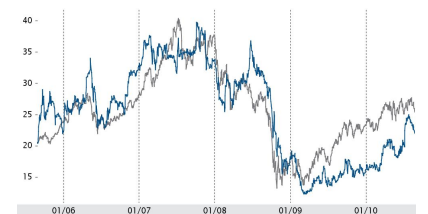
+++ Reuters: RSLG +++ Bloomberg: RSL1 GY +++

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 25.08.10; 17:36 h).....	22,05 EUR
SCHLUSSKURS (25.08.2010):.....	22,05 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:.....	36,1%
MARKTKAPITALISIERUNG:.....	130,62 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:.....	163,81 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:.....	5,92 Mio.
FREE FLOAT:.....	41,0%
INDEX (GEWICHTUNG):.....	PRIME INDUSTRIAL (n.a.)
DURCH. HANDELSVOL.:.....	4.848
ISIN:.....	DE0007257727
SEKTOR:.....	Investitionsgüter

KENNZAHLEN (31.12.) 2010E 2011E 2012E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR

Umsatz	216,7	236,8	250,8
EBITDA	28,4	33,9	37,5
EBIT	18,3	24,1	27,6
Nettoerg.	9,7	14,2	16,8
FCF	7,2	12,5	14,8
FCF Rendite	5,5%	9,6%	11,3%
EPS	1,65	2,40	2,84
DPS	0,60	1,00	1,20
EV / Umsatz	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	5,8	4,8	4,4
EV / EBIT	9,0	6,8	5,9
KGV	13,4	9,2	7,8
KBV	1,63	1,44	1,28
Dividendenrendite	2,7%	4,5%	5,4%

KURSENTWICKLUNG



Quelle: R. Stahl, LBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

08.11.10 Quartalsbericht



Harald Rehmet
Investmentanalyst
+49 711 127-74504
Harald.Rehmet@LBW.de

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

R.Stahl

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

	2010E			2011E			2012E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
GuV									
Umsatz	215,2	216,7	0,7%	233,8	236,8	1,3%	247,8	250,8	1,2%
Gesamtleistung	219,7	221,7	0,9%	239,3	242,3	1,3%	251,3	254,3	1,2%
EBITDA	26,5	28,4	7,2%	33,0	33,9	2,7%	36,6	37,5	2,5%
EBIT	16,4	18,3	11,6%	23,2	24,1	3,9%	26,7	27,6	3,4%
EBT	12,8	14,5	13,3%	19,8	20,4	3,0%	23,5	24,1	2,6%
Nettoerg.	8,5	9,7	14,1%	13,7	14,2	3,6%	16,3	16,8	3,1%
Je Aktie (EUR)									
EPS	1,44	1,65	14,6%	2,31	2,40	3,9%	2,75	2,84	3,3%
Cash Flow pro Aktie	1,01	1,21	19,8%	2,03	2,11	3,9%	2,42	2,50	3,3%
DPS	0,60	0,60	0,0%	1,00	1,00	0,0%	1,20	1,20	0,0%

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von R.Stahl (Mio. EUR)

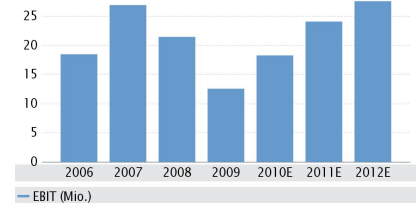
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	167,1	211,6	221,2	202,6	216,7	236,8	250,8
Gesamtleistung	172,0	218,3	221,6	203,8	221,7	242,3	254,3
EBITDA	25,4	35,7	30,5	21,7	28,4	33,9	37,5
EBIT	18,5	26,9	21,5	12,6	18,3	24,1	27,6
EBT	16,5	24,6	18,5	8,9	14,5	20,4	24,1
Ergebnis nach Steuern	10,6	16,2	12,6	5,6	9,8	14,3	16,9
EPS	2,12	2,65	2,03	0,90	1,65	2,40	2,84
Wachstumsrate yoy							
Umsatz	26,7 %	4,5 %	-8,4 %	7,0 %	9,3 %	5,9 %	
Gesamtleistung	27,0 %	1,5 %	-8,0 %	8,8 %	9,3 %	5,0 %	
EBITDA	40,6 %	-14,7 %	-28,7 %	30,7 %	19,4 %	10,6 %	
EBIT	45,6 %	-20,3 %	-41,4 %	45,4 %	31,7 %	14,5 %	
EBT	49,1 %	-24,9 %	-51,9 %	63,1 %	40,7 %	18,1 %	
Ergebnis nach Steuern	24,6 %	-23,4 %	-55,6 %	82,9 %	45,6 %	18,3 %	
EPS	25,0 %	-23,4 %	-55,7 %	83,3 %	45,5 %	18,3 %	
Umsatzmargen							
EBITDA	15,2 %	16,9 %	13,8 %	10,7 %	13,1 %	14,3 %	15,0 %
EBIT	11,1 %	12,7 %	9,7 %	6,2 %	8,4 %	10,2 %	11,0 %
EBT	9,9 %	11,6 %	8,4 %	4,4 %	6,7 %	8,6 %	9,6 %
Ergebnis nach Steuern	7,5 %	7,4 %	5,4 %	2,6 %	4,5 %	6,0 %	6,7 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	3,4	4,9	4,0	6,5	10,1	10,1	10,1
Ubrige immaterielle Vermögenswerte	14,7	16,5	16,9	21,0	21,5	22,6	24,0
Sachanlagen	26,4	29,1	33,2	34,6	34,9	35,8	36,9
Net Working Capital	41,9	48,0	42,1	43,3	46,1	47,7	49,0
Liquide Mittel	32,9	29,7	34,1	22,5	21,5	28,7	36,0
Eigenkapital	66,1	75,1	78,2	73,0	80,4	91,2	102,2
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	15,4	13,2	10,8	15,0	12,6	10,5	8,7
Pensionsrückstellungen	44,1	45,1	46,1	48,0	48,9	50,3	51,4
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-17,5	-16,5	-23,4	-7,6	-9,0	-18,2	-27,3
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoerg.	12,6	15,7	12,0	5,3	9,7	14,2	16,8
Abschreibungen	6,9	8,8	9,0	9,1	10,1	9,8	9,9
Veränderung Working Capital	-19,0	-6,1	5,9	-1,2	-2,8	-1,6	-1,3
Operativer Cash-flow	4,3	17,7	27,5	10,9	18,0	24,2	27,2
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-4,6	-8,9	-9,2	-5,9	-5,4	-5,8	-6,2
FCF	-4,7	3,8	13,4	-2,5	7,2	12,5	14,8
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,3	1,0	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	8,3	6,1	4,0	5,8	5,8	4,8	4,4
EV / EBIT	11,3	8,1	5,7	10,1	9,0	6,8	5,9
KGV	15,4	12,7	9,0	18,0	13,4	9,2	7,8
KBV	3,0	2,7	1,4	1,3	1,6	1,4	1,3
Return on Equity	16,1 %	21,6 %	16,1 %	7,7 %	12,2 %	15,7 %	16,5 %
Bilanzkennzahlen							
Eigenkapitalquote	39,4 %	41,7 %	43,7 %	41,5 %	43,5 %	45,5 %	47,4 %
Verschuldungsgrad	-26,5 %	-22,0 %	-29,9 %	-10,3 %	-11,2 %	-19,9 %	-26,7 %

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

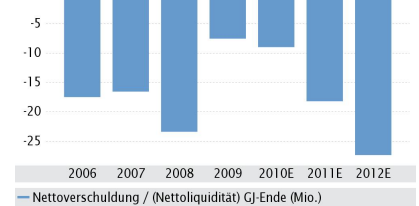
GUIDANCE - R. STAHL

Das Unternehmen geht in der zweiten Jahreshälfte wieder von einer deutlich verbesserten Nachfragesituation aus. Dabei sollte sich bei konstanten Fixkosten die Ertragskraft überproportional verbessern lassen. Für den Umsatz wird ganzjährig ein Wert zwischen 210 und 220 Mio. EUR erwartet. Das Ergebnis vor Steuern soll 14 bis 15 Mio. EUR erreichen.

Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: R. Stahl, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Alexandra Hauser, CPA, Investmentanalyst
+49 711 127-74669, alexandra.hauser@lbbw.de

Thomas Hofmann, Investmentanalyst
+49 711 127-72775, thomas.hofmann@lbbw.de

Hans-Peter Kuhlmann, Investmentanalyst
+49 711 127-70563, hans-peter.kuhlmann@lbbw.de

Harald Rehmet, Investmentanalyst
+49 711 127-74504, harald.rehmet@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

R.Stahl

Die Entscheidung von R. Stahl, bei der Stammebelegschaft ohne Personalabbau durch die Krise zu gehen, hat sich bereits 2009 in einem höheren Weltmarktanteil von 14 % ausgezahlt. Aufgrund der soliden Bilanz und der Nettoliquiditätsposition konnte sich R. Stahl dies auch leisten. Erfolge aus Kostensenkungen, zunehmende Umsätze und kleinere Akquisitionen dürften 2010 zu einem steigenden Ergebnis führen. Ein höherer Umsatzanteil im Wartungsgeschäft und die für 2011 erwartete Wachstumsbeschleunigung, bei weitgehend stabilen Personalkosten, sollten eine Rückkehr zum Ergebnisniveau von 2008 ermöglichen.

Earnings summary: Aufgrund der jüngsten Akquisition haben wir unsere Umsatzschätzungen für 2010 um 1,5 Mio. EUR und für 2011 und 2012 um je 3 Mio. EUR nach oben revidiert. Bei der EBT-Marge gehen wir für 2010 nunmehr von 6,7 % (bislang: 5,9 %) und in 2011 von 8,6 % (8,5 %) aus. Unsere EPS-Schätzungen erhöhen sich 2010 um 15 % auf 1,65 EUR. Die Anpassungen für 2011 und 2012 um jeweils 0,09 EUR auf 2,40 EUR bzw. 2,84 EUR fallen demgegenüber vorsichtiger aus.

Valuation Summary: Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 35,17 EUR. Bei einem Abschlag von wie bisher 15 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklus des Geschäftsmodells, errechnet sich ein Wert von 29,89 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 29 EUR auf 30 EUR. Dieser Kurs würde zu einer Bewertung führen, die sich im Bereich der historischen Mittelwerte für KGV und EV/EBITDA befindet.

Hauptrisiken für unseren Investmentcase: Das Hauptrisiko liegt in einem Rückfall der Weltwirtschaft in die Rezession, was vermutlich zu einem nochmaligen Einbruch beim Ölpreis führen würde. Aber auch eine wieder nachlassende Investitionsneigung in den wichtigen Kundenbranchen könnte zu einer anhaltenden Auftragsflaute führen, womit die erwartete Ertragerholung schwächer ausfallen oder ganz ausbleiben könnte.

Unternehmensprofil

Die R. Stahl-Gruppe ist einer der weltweit führenden Anbieter explosionsgeschützter Geräte und Systeme zum Messen, Steuern, Regeln, Energieverteilen und Beleuchten. Sie liefert elektrische Ausrüstungen für explosionsgefährdete Bereiche in eine Vielzahl von Branchen. Die Hauptabnehmer finden sich in der Gas- und Ölindustrie sowie in der Chemie und Pharmazie. Das Unternehmen mit Sitz in Waldenburg und einem Jahresumsatz von gut 202 Mio. EUR beschäftigt ca. 1 400 Mitarbeiter.

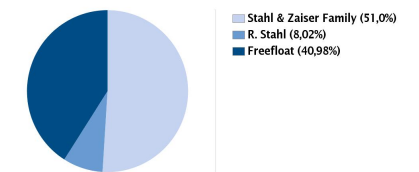
PROS

- + Wachstumsstrategie trägt Früchte
- + Ausbau der Marktstellung
- + Solide Bilanz
- + Talsohle durchschritten

CONS

- H1 noch von Rezession geprägt
- Projektgeschäft unter Preisdruck
- Pharma und Schiffbau mit rückläufiger Nachfrage

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

R.Stahl

Zur Bewertung von R. Stahl verwenden wir ausschließlich ein DCF-Modell. Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Das DCF-Modell führt zu einem fairen Wert von 35,17 EUR. Bei einem Abschlag von 15 %, aufgrund der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklus des Geschäftsmodells, errechnet sich ein Wert von 29,89 EUR. Wir erhöhen daher unser Kursziel von 29 EUR auf 30 EUR. Dieser Kurs würde zu einer Bewertung führen, die sich im Bereich der historischen Mittelwerte für KGV und EV/EBITDA befindet.

Kein Multiplikatorverfahren: Bei den börsennotierten US-Wettbewerbern wie Cooper oder Hubbell handelt es sich in der Regel um Konglomerate im Bereich der Elektroindustrie, bei denen nur ein Bruchteil des Geschäfts auf den Explosionsschutz entfällt. Im übrigen gibt es dort auch eine Abhängigkeit von der Baukonjunktur. In der Prozessautomation handelt es sich ebenfalls um große Konzerne wie Siemens, ABB, Rockwell oder Schneider Electric ebenso wie im Großanlagenbau mit Linde oder Technip. Insofern verzichten wir, wie bisher (nach der Übernahme von MTL Instruments durch Cooper), auf eine Bewertung mittels eines Multiplikatorverfahrens.

Historische Multiples: Rückblickend betrachtet bewegte sich das EV/EBITDA-Multiple der letzten neun Jahre zwischen 4,0 und 6,4 (ohne Pensionsrückstellungen) und das KGV zwischen 9,7 und 16,1. Unser neues Kursziel von 30 EUR ergibt auf Basis 2011 ein EV/EBITDA von 5,0 und ein KGV von 12,5, was etwa dem Mittelwert der jeweiligen Bandbreite entspricht.

DCF-Modell: Trotz etwas geringerem Zinsniveau führt eine gestiegene Marktrisikoprämie zu einem leichten Anstieg beim WACC von 7,7 % auf 7,8 %. Trotz angehobener Schätzungen erhöht sich der Fair Value daher nur leicht von 34,19 EUR auf 35,17 EUR. Um der geringen Liquidität der Aktie und der Spätzyklus des Geschäftsmodells Rechnung zu tragen, kalkulieren wir, wie bisher, mit einem Abschlag von 15 %. Damit gelangen wir auf Basis eines Wertes von 29,89 EUR zu unserem neuen Kursziel von 30 EUR.

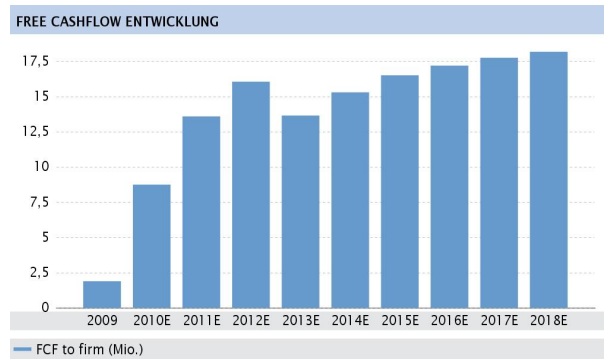
Bewertung DCF-Modell

R.Stahl

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	2,3 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	6,8 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	0,9	EBIT-Marge	9,0 %
Eigenkapitalkosten	8,4 %	Abschreibungsquote	4,0 %
Fremdkapitalkosten	4,4 %	Investitionsquote	4,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	85,0 %	Net Working Capital-Quote	21,0 %
WACC (in %)	7,8 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	4,8 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	202,6	216,7	236,8	250,8	265,8	279,1	290,3	299,0	305,0	308,0
Wachstum yoy		7,0 %	9,3 %	5,9 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	12,6	18,3	24,1	27,6	27,9	28,5	28,7	28,7	28,4	27,7
EBIT-Marge	6,2 %	8,4 %	10,2 %	11,0 %	10,5 %	10,2 %	9,9 %	9,6 %	9,3 %	9,0 %
- Steuern auf das EBIT	4,7	5,9	7,2	8,2	8,4	8,5	8,6	8,6	8,5	8,3
Steuerquote	37,1 %	32,4 %	29,9 %	29,9 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	7,9	12,4	16,9	19,4	19,5	19,9	20,1	20,1	19,9	19,4
+ Abschreibungen	9,1	10,1	9,8	9,9	10,4	11,0	11,6	12,0	12,2	12,3
Abschreibungsquote	4,5 %	4,7 %	4,1 %	3,9 %	3,9 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
- Investitionen (CAPEX)	13,4	10,8	11,7	12,4	12,5	12,6	12,5	12,6	12,5	12,3
in % vom Umsatz	6,6 %	5,0 %	4,9 %	4,9 %	4,7 %	4,5 %	4,3 %	4,2 %	4,1 %	4,0 %
NWC	43,3	46,1	47,7	49,0	53,2	56,4	59,2	61,6	63,4	64,7
in % vom Umsatz	21,4 %	21,3 %	20,2 %	19,6 %	20,0 %	20,2 %	20,4 %	20,6 %	20,8 %	21,0 %
delta NWC		2,8	1,6	1,3	4,1	3,2	2,8	2,4	1,8	1,3
Rückstellungen	1,7	1,6	1,8	2,3	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1
in % vom Umsatz	0,8 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
delta Rückstellungen		-0,1	0,2	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
FCF to firm	1,9	8,8	13,6	16,1	13,7	15,3	16,5	17,2	17,8	18,2
in % vom Umsatz	0,9 %	4,0 %	5,7 %	6,4 %	5,1 %	5,5 %	5,7 %	5,8 %	5,8 %	5,9 %
Discounted free cashflow	n.a.	8,5	12,3	13,5	10,6	11,0	11,0	10,7	10,2	9,7

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	87,9
+ Barwert Terminal Value	153,6
= Enterprise Value	241,5
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	63,6 %
- Nettofinanzverschuldung	-7,6
- Anteile Dritter	0,1
- Pensionsrückstellungen	50,4
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	9,6
+ Sonstige	0,1
= Marktkapitalisierung	208,3
/ Anzahl Aktien (Mio.)	5,92
= Wert je Aktie (EUR)	35,17



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

R.Stahl

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	221,2	202,6	216,7	236,8	250,8
<i>Wachstum yoy</i>		-8,4 %	7,0 %	9,3 %	5,9 %
Bestandsveränderungen	-1,7	-1,5	2,0	3,0	1,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,1	2,7	3,0	2,5	2,5
Gesamtleistung	221,6	203,8	221,7	242,3	254,3
<i>Wachstum yoy</i>		-8,0 %	8,8 %	9,3 %	5,0 %
Materialaufwand	-73,0	-68,7	-72,7	-80,9	-85,4
Personalaufwand	-77,1	-78,9	-84,4	-88,6	-91,2
Sonstige betriebliche Erträge	5,6	4,4	6,0	5,0	5,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-46,7	-38,9	-42,2	-43,9	-45,2
EBITDA	30,5	21,7	28,4	33,9	37,5
<i>Wachstum yoy</i>		-28,7 %	30,7 %	19,4 %	10,6 %
Marge	13,8 %	10,7 %	12,8 %	14,0 %	14,7 %
Abschreibungen	-9,0	-9,1	-10,1	-9,8	-9,9
EBIT	21,5	12,6	18,3	24,1	27,6
<i>Wachstum yoy</i>		-41,4 %	45,4 %	31,7 %	14,5 %
Marge	9,7 %	6,2 %	8,3 %	9,9 %	10,9 %
Finanzergebnis	-3,0	-3,7	-3,8	-3,7	-3,5
EBT	18,5	8,9	14,5	20,4	24,1
<i>Wachstum yoy</i>		-51,9 %	63,1 %	40,7 %	18,1 %
Marge	8,3 %	4,4 %	6,5 %	8,4 %	9,5 %
Ertragsteuern	-5,9	-3,3	-4,7	-6,1	-7,2
Ertragsteuersatz	31,7 %	37,1 %	32,4 %	29,9 %	29,9 %
Ergebnis nach Steuern	12,6	5,6	9,8	14,3	16,9
<i>Wachstum yoy</i>		-55,7 %	75,3 %	45,9 %	18,2 %
Marge	5,7 %	2,7 %	4,4 %	5,9 %	6,6 %
Minderheiten	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Nettoergebnis	12,0	5,3	9,7	14,2	16,8
<i>Wachstum yoy</i>		-55,6 %	82,9 %	45,6 %	18,3 %
Marge	5,4 %	2,6 %	4,4 %	5,9 %	6,6 %
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Gewinn je Aktie	2,03	0,90	1,65	2,40	2,84
Dividende	0,90	0,40	0,60	1,00	1,20

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

R.Stahl

BILANZ (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Summe Aktiva	178,7	175,8	184,9	200,4	215,5
Sachanlagen	33,2	34,6	34,9	35,8	36,9
Anlageimmobilien	9,9	9,6	9,3	9,0	8,7
Geschäfts- oder Firmenwert	4,0	6,5	10,1	10,1	10,1
Übrige immaterielle Vermögenswerte	16,9	21,0	21,5	22,6	24,0
Aktive latente Steuern	1,2	2,5	2,5	2,5	2,5
Sonstige Finanzanlagen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Anlagevermögen	1,6	2,1	2,1	2,1	2,1
Anlagevermögen	67,0	76,4	80,5	82,1	84,4
Vorräte	35,2	33,0	35,5	38,6	40,9
Forderungen aus Lief. und Leistungen	36,3	38,4	40,9	43,3	45,8
Kurzfristige Steuerforderungen	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	4,8	3,8	4,8	6,0	6,7
Liquide Mittel	34,1	22,5	21,5	28,7	36,0
Umlaufvermögen	111,7	99,4	104,4	118,3	131,1
Summe Passiva	178,7	175,8	184,9	200,4	215,5
Grundkapital	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Kapitalrücklagen	65,9	62,0	69,4	80,0	90,9
Eigene Aktien	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
Anteile anderer Gesellschafter	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3
Eigenkapital	78,2	73,0	80,4	91,2	102,2
Finanzverbindlichkeiten	4,5	7,8	6,5	5,3	4,0
Pensionsrückstellungen	46,1	48,0	48,9	50,3	51,4
Passive latente Steuern	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonstige Rückstellungen	2,2	1,7	1,6	1,8	2,3
Langfristige Verbindlichkeiten	54,5	59,3	58,8	59,1	59,4
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	13,2	9,5	10,8	12,9	14,9
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,3	7,1	6,0	5,2	4,7
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	3,4	2,2	2,2	2,2	2,2
Kurzfristige Rückstellungen	6,6	5,9	6,8	7,9	8,7
Pensionsverpflichtungen (kurzfristig)	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	14,3	16,5	17,5	19,4	20,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	46,1	43,5	45,7	50,1	53,9

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

R.Stahl

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis nach Steuern	12,6	5,6	9,8	14,3	16,9
Abschreibungen	9,0	9,1	10,1	9,8	9,9
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,1	1,3	0,9	1,7	1,7
Veränderung Working Capital	5,9	-1,2	-2,8	-1,6	-1,3
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-0,1	-4,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	27,5	10,9	18,0	24,2	27,2
<i>Wachstum yoy</i>		-60,4 %	65,0 %	34,8 %	12,4 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-14,1	-13,4	-10,8	-11,7	-12,4
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Investitionen/Desinvestitionen Finanzanlagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsolidierungsveränderungen	0,0	-1,7	-5,1	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,1	1,0	1,5	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-13,7	-14,0	-14,1	-11,5	-12,1
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-6,5	-5,3	-2,4	-3,6	-5,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,4	4,2	-2,4	-2,0	-1,8
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	0,5	-8,0	0,0	0,0	n.a.
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-8,4	-9,2	-4,8	-5,6	-7,7
Veränderung in den liquiden Mitteln	4,4	-11,6	-1,0	7,1	7,3
Liquide Mittel am Periodenbeginn	29,7	34,1	22,5	21,5	28,7
Liquide Mittel am Periodenende	34,1	22,5	21,5	28,7	36,0
Freier Cash-flow	13,4	-2,5	7,2	12,5	14,8
Marge	6,0 %	-1,2 %	3,2 %	5,2 %	5,8 %
Cash Earnings pro Aktie	3,39	2,35	3,33	4,09	4,59

Quelle: R. Stahl, LBBW Research

Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
Unter Beobachtung:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	54,8%
Verkaufen:	10,0%
Halten:	33,1%
Unter Beobachtung:	0,8%
Ausgesetzt:	1,3%

Anmerkungen: Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie R. Stahl am 25.08.2010

